

PROCES-VERBAL*
DE LA CENT-VINGT-QUATRIEME SEANCE DU COMITE DES GOUVERNEURS
DES BANQUES CENTRALES DES ETATS MEMBRES
DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE
TENUE A BALE, LE MARDI 12 SEPTEMBRE 1978 A 10 HEURES

Sont présents: le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique et Président du Comité, M. de Strycker, accompagné par MM. Janson et Vanden Brander le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank, M. Hoffmeyer, accompagné par M. Mikkelsen; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Emminger, accompagné par MM. Pöhl et Rieke; le Gouverneur de la Banque de France, M. Clappier, accompagné par MM. Théron et Lefort; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Murray, accompagné par M. Breen; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Baffi, accompagné par MM. Sarcinelli et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szász, Hazenberg et de Boer; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. McMahon et Balfour; assistent en outre le Vice-Président de la Commission des Communautés européennes, M. Ortoli, accompagné par MM. Mosca, Boyer de la Giroday et Kees; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans; le Président du groupe d'experts, M. Heyvaert. Le Secrétaire Général du Comité, M. Schleiminger, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Mortby sont aussi présents, ainsi que M. Lamfalussy.

I. Approbation du procès-verbal de la 123e séance

Le procès-verbal de la 123e séance est approuvé à l'unanimité par le Comité dans le texte du projet, sous réserve d'une légère modification apportée à la déclaration du Gouverneur Clappier (page 4, 2e alinéa).

* Texte définitif, approuvé lors de la séance du 9 octobre 1978, et ne présentant par rapport au projet qu'une légère modification de caractère rédactionnel.

II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours des mois de juillet, d'août et des premiers jours de septembre 1978: Rapport succinct sur la concertation; Adoption du Rapport du Comité aux Ministres des Finances des pays de la CEE

A. Rapport succinct sur la concertation

M. Heyvaert résume brièvement les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal.

B. Adoption du Rapport du Comité aux Ministres des Finances des pays de la CEE

Le Comité adopte le rapport dans le texte annexé au présent procès-verbal, rapport qui, comme d'habitude, sera ensuite transmis aux Ministres des Finances.

III. Examen du projet d'établissement d'un nouveau système monétaire européen (cf. document de travail préparé par les Suppléants et le Rapport No 39 du groupe d'experts présidé par M. Heyvaert)

Le Président ouvre le débat en indiquant que le but de cette réunion n'est ni de reprendre la discussion des problèmes techniques pour lesquels les Gouverneurs disposent d'une documentation abondante et précieuse (document de travail des Suppléants, Rapport No 39 du "Groupe Heyvaert", deux notes techniques préparées par M. Lamfalussy et ses services) ni d'établir un projet d'accord en bonne et due forme sur le système monétaire esquissée dans le communiqué de Brême, cette dernière tâche relevant de la compétence du Conseil des Ministres ou de celui des Chefs d'Etat et de gouvernement. Il appartient plutôt aux Gouverneurs d'examiner un certain nombre de questions essentielles choisies à partir du document de travail des Suppléants, en vue de pouvoir présenter leurs vues - unanimes ou non - sur ces questions, à titre de préparation de la session du Conseil des Ministres du 18 septembre 1978.

M. Zijlstra indique que les Ministres des Finances devraient se réunir trois fois d'ici la fin d'octobre et qu'il est peu probable qu'ils aboutissent dès le 18 septembre à des conclusions ou à des décisions définitives. Il

demande pour quelle session du Conseil et sous quelle forme le Président envisage-t-il de présenter les vues des Gouverneurs.

M. de Strycker précise qu'en raison du délai très court jusqu'à la session du Conseil du 18 septembre, il envisage de faire un rapport oral. Il espère qu'au cours de cette session, quelques conclusions seront dégagées, faute de quoi il ne serait guère possible de progresser dans les travaux techniques que le Comité des Gouverneurs et le Comité monétaire doivent poursuivre.

M. Emminger souligne que les Gouverneurs ont des compétences propres dans plusieurs domaines en cause, en vertu desquelles ils devraient présenter des vues très précises, notamment à propos du numéraire, des interventions et des crédits mutuels entre banques centrales.

Le Président précise à M. Emminger que, dans son esprit, le rapport aux Ministres ne devrait pas se limiter à une simple énumération des questions; il devrait plutôt présenter des vues sur l'ensemble des problèmes qui se posent en liaison avec le nouveau système monétaire européen.

M. Richardson estime qu'il n'est pas possible à ce stade d'extraire, des documents techniques, la substance pour un accord de fond entre les Gouverneurs. Au lieu d'inviter les Ministres à trancher certaines questions, il serait plus opportun de les informer du fait que les Gouverneurs sont en train de délibérer sur les questions en cause et qu'ils soumettront un avis pour la prochaine session du Conseil en octobre. A cette fin, il serait nécessaire que les Gouverneurs se réunissent encore une ou deux fois en octobre.

M. Clappier partage l'avis de M. Richardson. La session du 18 septembre ainsi que les contacts en marge de l'Assemblée annuelle du Fonds monétaire international, devraient permettre d'échanger des vues et de faire naître certains éléments nouveaux à partir desquels des conclusions plus définitives pourraient être établies.

Les Gouverneurs devraient être prêts à se réunir tant au début d'octobre qu'entre les deux sessions du Conseil d'octobre.

Suite à ce débat général, le Président propose de centrer la discussion autour des trois grands thèmes, à savoir, le numéraire, les crédits réciproques et le Fonds monétaire européen, qui sont développés ci-après.

a) Le numéraire et son triple rôle en tant que:

- base du mécanisme d'intervention,
- libellé des créances et des dettes nées des interventions,
- contrepartie des apports d'or et de dollars au Fonds monétaire européen.

A cet égard, se posent les questions suivantes:

- Le numéraire doit-il se fonder sur toutes les monnaies communautaires ou seulement sur les monnaies qui participent au nouveau système de change?
- Les obligations d'interventions devraient-elles être définies sur la base de l'ECU panier ou, au contraire, en cours nominaux à partir d'une grille de parités comme dans le "serpent"?
- Faut-il donner la préférence à un panier standard ou à un panier ajustable?
- Le nouveau mécanisme de change doit-il permettre le maintien du "serpent"?

b) Les crédits réciproques

Il est encore trop tôt pour discuter l'ampleur et les modalités des crédits réciproques requis par le nouveau système de change. Dès à présent, il se pose cependant la question de savoir:

- si l'on peut mettre en oeuvre le nouveau mécanisme de change sur la base des arrangements de crédit existants à l'heure actuelle ou s'il faut au contraire en différer la mise en application jusqu'à l'instauration du nouveau système de crédit prévu dans le communiqué de Brême, ce qui signifierait alors que le système monétaire européen ne pourrait probablement pas entrer en vigueur le 1er janvier 1979;
- si, et dans quelle mesure, le nouveau système de crédit devrait incorporer les arrangements existants ou, au contraire, se superposer à ces arrangements:

c) Le Fonds monétaire européen

Si l'on veut réaliser, dans les délais les plus brefs, un fonds d'ECU contre versement d'éléments de réserve, les risques sur les avoirs apportés ne devraient pas, dans une première phase, être communautarisés.

A. Discussion sur le numéraire

M. Zijlstra souligne que la question du maintien du "serpent" ne se poserait pas si l'on adoptait la formule de la "grille de parités", car un tel système aurait des caractéristiques semblables à celles du "serpent".

M. Mosca rappelle que le communiqué de Brême précise que l'ECU correspondrait à l'UCE actuelle, ce qui signifie un panier comprenant toutes les monnaies communautaires.

Le Président considère que, dans la mesure où le numéraire sert de libellé des créances et des dettes nées des interventions et à fixer la valeur des actifs à créer par le Fonds monétaire européen, il faudrait choisir un panier englobant toutes les monnaies communautaires. En revanche, si le numéraire était aussi le pivot du mécanisme d'intervention, une limitation aux monnaies participant à ce mécanisme devrait ou pourrait être envisagée.

M. Zijlstra pense que les Chefs d'Etat et de gouvernement ont envisagé à Brême de créer un système durable et efficace qui engloberait toutes les monnaies communautaires. L'idée d'instaurer un système auquel, dès le début, un certain nombre seulement des pays membres de la CEE pourraient adhérer semble dès lors exclue, même si des abandons ou des accidents de parcours peuvent se produire ultérieurement.

Les Gouverneurs devraient également tenir compte de la volonté, exprimée clairement par les pays membres du "serpent", de maintenir intégralement ce mécanisme.

M. Emminger admet que l'objectif doit être de réunir toutes les monnaies dans un nouveau système, mais qu'on ne peut pas exclure le cas où une ou deux monnaies n'en feraient pas partie d'une manière durable ou temporaire. En pareil cas et notamment s'il s'agissait de monnaies importantes, l'orientation des interventions d'après un panier dont la valeur serait codéterminée par les monnaies absentes conduirait à une situation curieuse et insoutenable. Ce problème qui est un des arguments contre un système fondé sur un panier, ne se poserait pas dans un système d'interventions du type "grille de parités" qui est préconisé par la Deutsche Bundesbank.

M. Richardson estime que les Chefs d'Etat et de gouvernement sont partis de l'idée d'une meilleure convergence des économies des pays membres, comme cela a été résumé dans le point 5 de l'annexe au communiqué de Brême.

Dans cet esprit, il faudrait trouver, quelles que soient les difficultés, un système auquel tous les pays de la Communauté puissent adhérer, au lieu d'envisager dès à présent des sorties. En effet, un échec du nouveau système constituerait une aggravation de la situation par rapport à l'état actuel.

M. Baffi pense également qu'il importe d'éviter dès le départ une division entre les pays de la Communauté sur le plan des relations de change. A l'égard du choix du panier, il est à noter:

- que le maintien dans le panier d'une monnaie qui serait en dehors du système aurait pour effet d'atténuer les divergences dans l'évolution des cours de change entre les monnaies participant au système et celles qui n'y adhèreraient pas,
- que les difficultés mentionnées par M. Emminger pourraient être résolues par l'adoption d'un panier ajustable mais incluant toutes les monnaies de la CEE.

M. Clappier considère, comme MM. Richardson et Baffi, que l'esprit et la lettre du communiqué de Brême visent un système susceptible de réunir toutes les monnaies communautaires. Le projet de Brême prévoit, en outre, une novation fondamentale, à savoir la mise en place au terme d'une période transitoire de deux ans, d'une institution monétaire européenne. Un tel projet ne pourrait certainement pas être réalisé si quelques pays ne participaient pas au nouveau système de change.

Il est également clair que les Chefs d'Etat et de gouvernement n'ont pas envisagé une simple généralisation du mécanisme du "serpent", en attribuant à l'ECU le rôle de pilier du mécanisme de change visant à une zone de stabilité; ils ont clairement exprimé leur souhait de voir un système entièrement nouveau, en d'autres termes, ils ont eu à l'esprit un dessein politique. Or, il ressort des excellents documents qui ont été établis par les experts ainsi que par M. Lamfalussy, qu'un système basé sur l'ECU serait viable, même s'il est peut-être un peu plus compliqué qu'un système reposant sur une grille de parités. Il serait donc souhaitable de faire ressortir clairement cette conclusion à l'intention des Ministres des Finances.

M. Emminger précise que s'il préconise, pour des raisons de simplicité, une grille de parités comme base du système d'intervention, il ne pense pas que le nouveau système monétaire devrait être un simple élargissement du "serpent". Au contraire, l'ECU du type panier devrait avoir une place centrale et assumer toutes les autres fonctions; elle pourrait notamment être

utilisée comme point de départ pour la fixation des cours d'intervention bilatéraux, comme libellé des transactions ainsi que comme indicateur de divergence permettant de tirer des conclusions sur les ajustements qui paraîtraient requis.

En ce qui concerne la nature du panier, M. Emminger exprime sa préférence pour un panier standard qui devrait être révisé périodiquement, les ajustements ne devant pas être trop fréquents.

M. Baffi indique qu'outre les mérites qui ont déjà été mentionnés dans le rapport du "Groupe Heyvaert", le panier ajustable présente l'avantage qu'il conserve aux monnaies faibles une présence qui correspond à leur importance économique, et qu'il évite que la valeur de l'ECU soit dominée uniquement par les monnaies fortes, comme cela pourrait se produire, à moyen terme, dans le cas d'un panier standard. De surcroît, tout en reconnaissant que l'ECU basé sur un panier ajustable constituerait une unité monétaire plus faible, M. Baffi pense qu'on faciliterait de la sorte le maintien d'une monnaie faible dans le nouveau système monétaire européen.

M. Clappier marque sa préférence pour un panier standard qui est le seul à correspondre parfaitement au lien fait dans le communiqué de Brême entre l'ECU et l'UCE. Avec un panier ajustable, les différences entre ces deux unités s'accroîtraient progressivement. Toutefois, comme il ressort clairement des diverses études techniques et de la remarque faite par M. Baffi, un système fondé sur un panier standard deviendrait impossible à gérer dès qu'une seule monnaie atteindrait un poids de plus de 50% du total. Pour cette raison, il serait nécessaire de réviser périodiquement le panier standard en tâchant de trouver l'optimum entre les deux extrêmes d'un ajustement lors de chaque modification de parité et d'un ajustement qui n'interviendrait qu'au terme d'une très longue période, par exemple 10, 15 ou 20 ans.

On pourrait penser à deux options différentes: l'une consisterait à lier les ajustements du panier à l'ampleur des modifications de parités, l'autre serait celle d'une révision au terme d'une période à convenir, au cours de laquelle, notamment dans le premier temps, plusieurs changements de parités auraient probablement eu lieu. Les mérites de chacune de ces formules devraient être étudiés par les experts.

M. Murray souhaite qu'on ne limite pas le mandat du groupe d'experts à ces deux options; le groupe devrait plutôt être libre d'étudier de manière objective les critères qui permettraient de déterminer les ajustements du

panier. En outre, il conviendrait d'examiner la question de savoir si le système monétaire devrait au départ être fondé sur le panier actuel de l'UCE qui a subi des changements de pondération très importants depuis son introduction, ou sur un panier révisé.

M. Murray admet qu'il faut partir de l'hypothèse que toutes les monnaies participeront au nouveau système monétaire; néanmoins, il estime prudent de prendre des précautions pour le cas d'une non-participation durable ou temporaire d'une monnaie. Les études techniques montrent qu'un panier ajustable éliminerait les effets des monnaies absentes, mais que sa mise en pratique serait compliquée. Des études plus détaillées et plus approfondies pourraient donc être faites par les experts.

Si, en revanche, le panier standard est retenu, il faudra préciser la procédure applicable dans le cas de non-participation. Il semble de toute manière que le choix du panier ne devrait pas reposer essentiellement sur le fait qu'un panier ajustable - qui serait adopté en vue d'éliminer les effets des monnaies absentes sur la valeur du panier - ne correspondrait plus à l'UCE en usage dans les autres domaines de la CEE.

M. Clappier demande à M. Ortoli s'il existe une disposition formelle relative à la révision du panier de l'UCE.

M. Ortoli indique que l'idée d'une révision périodique de l'UCE a été unanimement retenue lors des travaux préparatoires à la création de cette unité mais qu'elle n'a pas fait l'objet d'une disposition formelle.

M. Richardson propose que, parallèlement à l'examen par les experts des conséquences d'une révision du panier standard pour le système monétaire, la Commission étudie les conséquences d'un tel panier révisable sur l'usage de l'UCE dans les autres domaines de la CEE.

M. Ortoli indique que la Commission est en faveur d'un système d'unité de compte européenne unique qui est déjà réalisé à l'exception de trois domaines, à savoir le système de change, la politique agricole commune et les affaires douanières. Parallèlement aux travaux suggérés par M. Clappier, une étude sérieuse devrait être entreprise des conséquences qu'aurait une révision périodique du panier de l'UCE pour les domaines où elle est déjà utilisée et dans lesquels son usage est envisagé. En tout état de cause, une certaine révision du panier UCE semble être inévitable.

M. Lamfalussy observe que si les Gouverneurs semblent d'accord pour dire que toutes les monnaies de la CEE devraient participer dès le début au

système, ils n'excluent pas, par réalisme, des cas de mise en congé temporaire. En vue d'éviter un recours trop fréquent à la mise en congé, il faut prévoir la possibilité de modifier les cours-pivots sans trop de difficultés et sans toutefois les encourager. L'avantage technique d'un panier ajustable ou révisable est de répondre à ces deux préoccupations: dans le cas de la mise en congé d'une monnaie, le système ne serait pas bloqué et les modifications de cours-pivots n'entraîneraient pas, comme dans le cas du panier standard, des effets "pervers" sur les créances et dettes des pays participants.

Si un des objectifs de la révision du panier est de rendre possible les changements de cours-pivots, on peut avoir intérêt à ne pas laisser ces révisions à la discrétion des Etats membres (avec le risque de longues et difficiles discussions) mais à prévoir, au contraire, à l'avance, certains critères objectifs qui sans être tout à fait automatiques permettraient d'éviter des complications.

M. Ortoli souligne que le système monétaire européen doit être construit de manière telle que toutes les monnaies de la CEE y participent et y restent. Il est donc nécessaire que les éléments du système soient conçus pour éviter les sorties ou abandons, que la coordination des politiques économiques soit plus forte que jusqu'à présent et que l'orientation des politiques monétaires soit en harmonie avec les exigences du système. Le fonctionnement de celui-ci requiert également des réflexions sur les questions ci-après:

- Les charges d'ajustement ne devraient pas être imposées à un seul pays et le système ne devrait ni obliger un pays à poursuivre une politique inflationniste, ni forcer un pays à monnaie moins forte et avec des difficultés de balance des paiements structurelles à mener une politique de déflation néfaste.
- Les modifications de cours-pivots doivent jouer dans les deux sens; elles ne peuvent pas être cependant un remède dans les cas où les tensions dans le système résulteraient d'influences extérieures, par exemple une pression à la baisse sur le dollar qui affecte les monnaies jugées les plus fortes. D'autre part, il est à craindre qu'en formalisant trop la "mise en congé", on risque de limiter le recours aux modifications de cours-pivots aux cas extrêmes.

Le Président conclut qu'il semble exister dans le Comité une préférence assez générale pour un panier révisable sous réserve des travaux à entreprendre par les experts sur les conditions dans lesquelles les révisions pourraient

intervenir; en revanche, aucun Gouverneur ne paraît préconiser le panier standard ou le panier ajusté automatiquement lors de chaque modification de cours-pivot.

M. Richardson réserve sa position sur le concept du panier ajustable tant qu'il n'a pas connaissance des résultats des travaux des experts.

M. Murray pense aussi qu'il serait prématuré de prendre une décision sur la nature et l'utilisation du panier. Il rappelle que, quel que soit le type de panier retenu, standard ou ajustable, il comporte une asymétrie dans les obligations d'intervention en fonction du poids des monnaies et que, par conséquent, le choix à faire devrait tenir compte des solutions possibles à cette asymétrie qui affecterait les monnaies dont la pondération est inférieure à la moyenne.

M. Zijlstra souligne que l'utilisation d'un panier de monnaies comme base du système d'intervention soulève non seulement le problème évoqué par M. Murray, mais nombre d'autres problèmes, en particulier celui fondamental du "débiteur malgré lui" qui peut être décisif pour certains pays en ce qui concerne l'adoption ou le refus du panier comme base du système d'intervention.

Le Président constate qu'il n'est pas possible d'aboutir à un accord unanime sur l'usage qu'on peut faire de l'ECU dans le cadre du système d'intervention; cette question doit être réservée pour la séance d'octobre. En revanche, l'ECU est accepté unanimement dans les autres domaines du nouveau système monétaire et dans ce contexte se dégage une orientation provisoire en faveur d'un panier révisable, sous réserve des résultats qui ressortiront des travaux à entreprendre par le groupe d'experts présidé par M. Heyvaert.

M. Emminger souligne qu'il existe non seulement le problème du "débiteur malgré lui", mais aussi celui du "créditeur malgré lui"; il souhaite que les experts tiennent compte de ce fait dans la rédaction de leur rapport.

En ce qui concerne la coexistence du "serpent" avec le nouveau système, le Président observe qu'aucun Gouverneur ne s'est prononcé contre l'idée de maintenir le "serpent", au moins au départ, et d'assurer une coexistence pacifique entre les deux systèmes. Il envisage donc de faire rapport aux Ministres des Finances de la manière suivante:

- a) Les Gouverneurs estiment que le panier servant de numéraire doit englober toutes les monnaies.
- b) Les Gouverneurs, dans leur majorité, considèrent que ce numéraire devrait être un panier révisable selon des conditions qui vont être étudiées par les experts et sur lesquelles les Gouverneurs se pencheront lors de leurs prochaines discussions. La notion de révision devrait se situer entre les deux extrêmes, à savoir la fixité complète du panier standard actuel et la mobilité complète du panier ajustable (ajustement lors de toute modification de cours-pivot).
- c) Selon certains Gouverneurs, l'ECU du type panier révisable devrait remplir la fonction du numéraire dans les trois domaines principaux ci-après:
 - le système d'intervention,
 - les arrangements de crédit réciproques,
 - le Fonds monétaire européen.D'autres Gouverneurs pensent cependant que le mécanisme d'intervention devrait reposer sur une "grille de parités".
- d) Les Gouverneurs estiment que le nouveau système devrait permettre le maintien entre les membres du "serpent" des obligations propres à ce système de change.

M. Emminger suggère de dire que le numéraire ECU pourrait servir en outre d'indicateur de divergence des monnaies, en vue d'apprécier les mesures d'ajustement nécessaires; cette fonction revêt une grande importance dans le contexte de la coordination des politiques économiques et monétaires que M. Ortoli vient de mettre en relief.

Le Président se déclare prêt à tenir compte de cette dernière remarque dans son exposé oral aux Ministres. A la demande de M. Richardson, il indique qu'il fera parvenir le texte de son exposé oral, avant la session du Conseil du 18 septembre, aux Gouverneurs pour information et afin que ceux-ci puissent en faire part à leurs Ministres des Finances.

B. Discussion sur les questions relatives aux crédits réciproques

M. Ortoli estime nécessaire d'intégrer les arrangements existants dans un nouveau mécanisme de crédit dès le départ du nouveau système de change

européen. Ce dernier sera d'autant plus convaincant et viable que sa robustesse et sa nouveauté seront affirmées. En outre, ce système de crédit préfigurerait, dans une certaine mesure, le rôle du futur Fonds monétaire européen, et il y a intérêt à démontrer qu'on envisage une institution forte.

M. Clappier marque sa sympathie pour l'opinion exprimée par M. Ortolì. Il craint néanmoins qu'une telle approche ne retarde sensiblement l'entrée en vigueur du nouveau système monétaire. En effet, si la viabilité de celui-ci repose sur la disponibilité de crédits plus importants et de plus longue durée, la mise en oeuvre ne pourra pas avoir lieu aussi tôt que prévu, étant donné les délais nécessaires notamment dans les Parlements pour mettre au point les nouveaux mécanismes de crédits.

M. Baffi rappelle que les experts et les Suppléants ont suggéré un aménagement provisoire des arrangements de crédit existants, en vue de permettre la mise en oeuvre immédiate du nouveau système monétaire. Si une telle solution provisoire n'était pas possible, il faudrait se résigner à l'idée de retarder l'entrée en vigueur de l'ensemble du système. En effet, notamment dans le cas des monnaies faibles, il serait dangereux de participer à un mécanisme de change sans pouvoir disposer de crédits d'une ampleur suffisante pour décourager la spéculation.

Le Président a l'impression que la majorité des Gouverneurs n'estiment pas possible de faire démarrer le nouveau mécanisme de change si l'on ne dispose pas d'arrangements de crédit nouveaux et importants. En raison des délais nécessaires pour mettre au point de tels arrangements, on peut difficilement envisager la date du 1er janvier 1979 comme entrée en vigueur du système monétaire.

M. Ortolì n'exclut pas la possibilité de mettre en oeuvre un système de crédit provisoire qui réponde aux exigences du mécanisme de change envisagé; cette question nécessiterait cependant une étude plus approfondie.

M. Clappier pense également qu'il serait imprudent de mettre en place un système d'intervention, quelles que soient ses modalités, sans une base de crédits suffisants. Il se demande cependant si l'on ne pourrait pas retenir la solution qui a été mentionnée au sein du Comité monétaire et qui consisterait à considérer le chiffre de 25 milliards d'ECU envisagé d'après le communiqué de Brême, comme étant disponibles à court et à moyen terme, étant entendu que le recours à des crédits à moyen terme ne serait pas supérieur aux montants

prévus dans le concours financier à moyen terme, tel qu'il existe actuellement. Cette solution pourrait être réalisée rapidement par un accord entre banques centrales, sans devoir suivre les procédures parlementaires, et elle permettrait de faire démarrer le système aussi tôt que prévu. D'autre part, on disposerait de la sorte d'une facilité de crédit d'une ampleur qui exercerait un effet de dissuasion sur les marchés des change, les banques centrales pouvant en faire usage de manière flexible. A un stade ultérieur, les limites de montant applicables au concours à moyen terme pourraient être relevées selon les procédures requises par les législations nationales.

M. Janson pense que la solution proposée par M. Clappier permettrait d'aller plus vite de l'avant, les banques centrales étant responsables des crédits qu'elles s'accordent mutuellement à très court terme et à court terme.

M. Zijlstra indique que si les montants de ces crédits peuvent être augmentés, leur durée est soumise à certaines législations qui s'imposent aux banques et il est douteux qu'on puisse l'allonger.

Le Président pense que M. Clappier ne suggère pas nécessairement un allongement de la durée des crédits entre banques centrales; il envisage plutôt un élargissement du volume des crédits disponibles à court terme qui ne pourraient être relayés par des crédits à moyen terme qu'à concurrence des plafonds d'engagement actuels du concours financier. Ces plafonds seraient augmentés ultérieurement dans le cadre des procédures parlementaires nécessaires.

M. Ortoli juge préférable de discuter du fond du problème qui se pose à l'égard du système de crédit, à savoir:

- l'unicité du système,
- l'utilisation indifférente du plafond à court et à moyen terme,
- un allongement éventuel de la durée des crédits à très court terme et à court terme,
- le volume global des facilités de crédit.

Il faudrait d'abord aboutir à des conclusions sur ces questions fondamentales. On devrait ensuite examiner les aspects juridiques d'une extension du volume et de la durée des crédits à court et à moyen terme, en vue de voir dans quelle mesure il serait nécessaire de mettre en oeuvre des solutions intérimaires permettant de faire démarrer le nouveau mécanisme de change à la date prévue.

M. Emminger indique qu'il n'est pas en mesure de se prononcer sur le volume des facilités de crédit ainsi que sur la proposition faite par M. Clappier, tant que les caractéristiques de l'ensemble du nouveau système monétaire ne sont pas clairement définies. C'est en fonction de ces caractéristiques que le Conseil de la Deutsche Bundesbank jugera l'ampleur des crédits qui sont nécessaires et justifiés. Le chiffre de 25 milliards n'est pour le moment qu'un chiffre illustratif.

Le Président demande au Comité s'il veut se prononcer dès à présent sur le volume et la nature des crédits qu'il estime nécessaire ou faut-il reporter cette question à une séance ultérieure.

M. Clappier considère que le mécanisme de crédit est une des caractéristiques du nouveau système monétaire pour lequel les Gouverneurs sont appelés à donner un avis sur l'ensemble. Il conviendrait notamment d'aboutir à un jugement sur l'ampleur et la durée des crédits à court terme nécessaires, étant entendu que certaines questions engageant directement les gouvernements devraient être étudiées au sein du Comité monétaire.

M. Richardson partage largement l'avis exprimé par M. Clappier et estime que les Gouverneurs pourraient indiquer

- que, pour des raisons notamment juridiques, le Fonds monétaire européen ne pourra pas être instauré dès le début,
- que les arrangements de crédit existants ne paraissent pas être suffisants comme base du système d'intervention envisagé et doivent être aménagés; les Gouverneurs devraient présenter leurs vues sur cette question et encourager en outre les ministères à exprimer leurs idées quant au volet à moyen terme qui prendrait le relais des crédits à court terme; en effet, sans un tel relais, le système monétaire européen perdrait beaucoup de sa vigueur et de sa viabilité.

M. Zijlstra indique que le volume et la structure des crédits et leurs conditions d'octroi seront déterminés par le rôle et le pouvoir qu'on envisage d'assigner au Fonds monétaire européen. Sans avoir engagé une discussion sur ce dernier aspect, il n'est pas possible d'exprimer une opinion, et il faudrait avertir les Ministres des Finances que les Gouverneurs ne présenteront leur avis qu'en octobre.

Le Président demande aux Gouverneurs si le Comité pourrait accepter les conclusions suivantes:

- Le nouveau mécanisme de change aura besoin de crédits sensiblement plus importants que les facilités existantes.
- En revanche, le Fonds monétaire européen ne pourra pas être créé à bref délai, c'est-à-dire dès la mise en place du nouveau mécanisme de change.
- Il s'en suit que pendant une période intermédiaire, le système monétaire devrait fonctionner sur la base d'arrangements de crédit élargis dont l'intégration dans le Fonds interviendrait plus tard lorsque cette institution aura été établie et sera chargée de gérer et d'octroyer les crédits mutuels.
- La structure, l'ampleur et la durée des crédits nécessaires pour faire fonctionner le système monétaire européen feront l'objet d'un examen lors de la séance d'octobre des Gouverneurs, lesquels présenteront ensuite leur avis au Conseil.

M. Zijlstra se déclare d'accord sur cette présentation à condition que le chiffre de 25 milliards de dollars EU ne soit pas un élément implicite de ces conclusions.

Le Président constate que les autres membres du Comité sont également d'accord, et clôture le débat sur le système de crédit.

C. Discussion sur le Fonds monétaire européen

Le Président indique que la création d'un fonds initial d'ECU contre apports de réserves soulève, outre un nombre de problèmes techniques, la question de la communautarisation des risques. Etant donné la grande portée de cette question, tant sur le plan politique que pour les patrimoines des banques centrales, il semble difficile d'envisager un accord rapide à son sujet et par conséquent des apports de réserves au Fonds entraînant dès le début une communautarisation des risques. Faut-il attirer l'attention des Ministres sur cet aspect?

M. Jaans pense qu'il faut mettre en relief que le problème de la communautarisation des risques est étroitement lié au degré de convergence des politiques économiques des pays membres; la situation actuelle dans ce domaine exclut d'envisager une telle communautarisation dans l'immédiat.

M. Ortolí estime que la communautarisation des risques n'est pas le problème majeur qui se pose dans le contexte de l'institution du Fonds

monétaire européen, les questions essentielles sont de savoir quelle sera l'autonomie d'action et de gestion du Fonds monétaire européen vis-à-vis des apporteurs de réserves et en particulier si le Fonds remplira des fonctions autres que celle d'un agent comptable.

M. Clappier comprend qu'à la fin de la période transitoire, à savoir lors de l'établissement du Fonds monétaire européen, les apports de réserves prendraient la forme de cessions entraînant la communautarisation des risques tandis que dans la phase intérimaire on se servirait de la technique du dépôt ou du swap, qui maintiendrait le risque de change à la charge des banques centrales. Si ce schéma de pensées est suivi, le problème de la communautarisation des risques serait automatiquement résolu le jour où il se posera.

Le Président retient de l'intervention faite par M. Clappier qu'une communautarisation des risques ne devrait être envisagée qu'au stade final et qu'il n'y a donc pas lieu de se prononcer sur les conditions qui devraient être réunies avant de passer de la période initiale à ce stade final.

M. Clappier précise que le passage au stade final serait un saut qualitatif dans un mécanisme institutionnel complètement nouveau dont les modalités de fonctionnement restent à préciser. Il faudrait donc entreprendre, le plus rapidement possible - par exemple au sein du Comité monétaire et sur la base de propositions de la Commission - des études approfondies sur ce sujet afin de donner aux Chefs d'Etat et de gouvernement une idée claire des perspectives d'aboutissement des arrangements provisoires sur lesquels ils seraient appelés à se prononcer lors du Conseil européen de décembre.

M. Ortoli précise que la communautarisation des risques est un problème essentiellement patrimonial qui concerne les banques centrales; elle ne présente pas un caractère fondamental pour la première phase du nouveau système. Le problème se posera en termes différents lorsqu'il s'agira de décider de la question d'un transfert de propriété au Fonds. On peut d'ailleurs se demander si le Fonds ne pourrait pas prendre directement en charge une partie du fardeau d'intervention dans des circonstances où ce fardeau paraîtrait peser trop lourdement sur certains pays.

Le Président conclut qu'on peut ainsi envisager deux stades de fonctionnement. Dans le stade préliminaire, les apports prendraient la forme de dépôts ou de swaps qui conserveraient à chaque banque centrale la responsabilité à l'égard des actifs de réserves apportés au Fonds, tandis que, au stade final, les risques seraient communautarisés. Les banques centrales

considèrent que cette question de la communautarisation des risques est importante du fait de ses aspects patrimoniaux, mais elles reconnaissent qu'elle n'est pas essentielle comparée aux questions du rôle et des fonctions du Fonds monétaire européen dans l'octroi des crédits et dans la coordination des politiques économiques et monétaires.

M. Emminger indique qu'il conçoit également un processus en deux phases; il serait cependant prudent de ne pas vouloir anticiper dès à présent les décisions ultérieures quant au contenu de la seconde phase. Un transfert définitif d'éléments de réserves au Fonds dans la seconde phase est certainement probable, mais pas encore sûr; dans l'immédiat, il faut se tenir plutôt au communiqué de Brême qui ne parle que d'un fonds initial d'ECU contre dépôts d'éléments de réserves.

Le Président clôture le débat en confirmant que le Comité des Gouverneurs invite le groupe d'experts présidé par M. Heyvaert à présenter, pour la prochaine séance, un rapport sur:

- 1) les questions relatives au panier révisable (la notion de panier révisable et les différentes possibilités de réviser les pondérations des monnaies contenues dans le panier).
- 2) La question du choix du numéraire pour le système d'intervention (panier ou grille de parités).
- 3) Les problèmes relatifs à l'ampleur, à la durée et à la structure des crédits mutuels qui sont considérés comme nécessaires pour le fonctionnement du nouveau système monétaire.

IV. Analyse de la 112e série de documents de travail

En raison de l'ordre du jour très chargé, il n'a pas été procédé à cette analyse.

V. Autres questions relevant de la compétence du Comité

1. Engagements de ressortissants d'autres Etats membres des Communautés européennes par les banques centrales

M. Janson indique que les Suppléants recommandent que chaque banque centrale établisse une courte note sur la pratique suivie par elle en matière

de recrutement de ressortissants de pays de la CEE. Sur la base de ces notes qui sont à transmettre au secrétariat, le Comité devrait reprendre la question lors d'une de ses prochaines séances.

Le Comité marque son accord sur cette proposition.

2. Législation américaine relative aux banques étrangères installées aux Etats-Unis

Le Comité adopte le projet de réponse, préparé par M. Kirbyshire, à la lettre que le Président Miller a adressée, le 22 août 1978, au Gouverneur de Strycker en vue d'informer les Gouverneurs des banques centrales de la CEE de l'adoption du "International Banking Act of 1978" par les deux Chambres du Congrès américain. Cette lettre de réponse sera transmise par le Président du Comité au Président Miller.

3. Assemblée annuelle du FMI

Le Président constate qu'aucun Gouverneur ne souhaite soulever une question en préparation de cette assemblée.

4. Calendrier de travail du groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse

M. Janson indique que le groupe d'experts présidé par M. Bastiaanse devrait se réunir en octobre pour établir un nouveau rapport à l'intention des Gouverneurs. Il se pose alors la question de savoir s'il faut prévoir l'examen de ce rapport pour la séance de novembre ou s'il serait plus opportun de le différer à une date ultérieure.

Le Président constate que le Comité est d'accord pour que cet examen soit inscrit à l'ordre du jour de la séance de novembre et invite donc le groupe d'experts à présenter son rapport avant cette séance.

VI. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bruxelles, au siège de la Banque Nationale de Belgique, le lundi 9 octobre 1978 à 10 heures 30.

RAPPORT SUCCINCT SUR
L'EVOLUTION DES MARCHES DES CHANGES DES PAYS DONT
LES BANQUES CENTRALES PARTICIPENT A LA CONCERTATION

JUILLET ET AOUT 1978

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes des pays dont les banques centrales participent à la concertation*; il donne en outre une brève description des interventions de ces banques centrales durant les mois de juillet et d'août et les premiers jours de septembre 1978.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

Au cours des mois de juillet et d'août, l'évolution des marchés des changes a été principalement marquée par le fléchissement accéléré du dollar EU. A cet égard, l'activité relativement modique sur les marchés pendant la période des vacances d'été a eu pour effet d'accentuer les fluctuations des taux en dépit d'interventions de grande envergure des banques centrales.

Les rencontres au sommet de Brême et de Bonn ont eu lieu au début de la période sous revue. Dans un premier temps, la réaction à ces réunions a été faible, étant donné que les marchés voulaient d'abord connaître leurs implications. Par la suite, le climat est une fois de plus devenu fortement défavorable au dollar. Malgré les engagements spécifiques pris sur le plan économique par les participants du sommet de Bonn, les marchés ont été déçus qu'aucune nouvelle mesure susceptible de contribuer à stabiliser les taux de change n'ait été annoncée dans l'immédiat.

* Banques centrales de la CEE, de Norvège, de Suède, de Suisse, du Japon, du Canada et des Etats-Unis.

La dépréciation du dollar, qui en est résultée, s'est reflétée en particulier dans la hausse vigoureuse du yen japonais et du franc suisse. Les achats de yens se sont accélérés lors de la publication des chiffres du commerce extérieur du Japon pour le mois de juin, qui ont fait apparaître un fort accroissement de l'excédent global. En dépit d'interventions massives de la Banque du Japon, le yen est monté rapidement, le dollar tombant à Y 200 le 24 juillet; le franc suisse est parvenu, lui aussi, à des niveaux records par rapport au dollar. Son attrait s'est quelque peu renforcé suite à l'apparition temporaire d'une certaine hausse des taux d'intérêt à court terme dans le marché suisse, lesquels étaient jusqu'alors restés très bas. D'autres monnaies européennes se sont également valorisées considérablement par rapport au dollar mais de façon moins spectaculaire. D'autre part, les marchés ont été agités par des bruits selon lesquels les pays de l'OPEP envisageaient un relèvement sensible des prix du pétrole et désiraient redéfinir ces prix selon un panier de monnaies plutôt qu'en dollars.

Vers la fin du mois de juillet, la baisse du dollar s'est ralentie par rapport aux autres principales monnaies à l'exception du yen. L'annonce que les échanges commerciaux des Etats-Unis s'étaient soldés en juin par un déficit de 1,6 milliard de dollars, soit le plus faible de l'année, a contribué temporairement à ce freinage. Cependant, comme près de 1 milliard de dollars du déficit global concernait les relations avec le Japon, la progression du yen ne fut guère affectée par la relative stabilité du dollar vis-à-vis des autres monnaies.

Le mouvement de conversion de fonds en yens et en francs suisses s'est quelque peu ralenti pendant les premiers jours du mois d'août. Dans la suite, le courant acheteur s'est dirigé plus massivement vers le deutsche mark, qui, tout en participant au mouvement général de hausse enregistré précédemment par rapport au dollar, ne s'était pas raffermi de façon aussi spectaculaire que le yen et le franc suisse, du fait principalement des préoccupations éprouvées par le marché au sujet des conséquences inflationnistes éventuelles des mesures économiques annoncées par l'Allemagne après le sommet de Bonn. Ces préoccupations s'étant atténuées à la suite des données très favorables sur l'évolution des prix de gros et des

prix à la consommation, un volume plus important de fonds s'est de nouveau porté sur le deutsche mark. Le 15 août, le dollar a enregistré de nouveaux records historiques de baisse.

Bien que la nervosité au sujet du dollar n'ait pas été totalement dissipée, celui-ci a quelque peu progressé suite à une nouvelle selon laquelle le Président Carter avait ordonné des études urgentes sur les problèmes du dollar. Cette nouvelle a été suivie, à des intervalles rapprochés, par diverses mesures de nature à soutenir la monnaie américaine:

- relèvement, par la Federal Reserve, de son taux d'escompte et du taux prévu pour les fonds fédéraux et réduction des coefficients de réserve obligatoire sur les emprunts effectués par les banques à travers leurs succursales à l'étranger,
- relèvement sensible de la quantité d'or offerte lors des adjudications officielles mensuelles, annoncé par le Trésor américain,
- confirmation d'un recours éventuel aux tirages sur le FMI, au cas où cela se révélerait nécessaire pour soutenir le dollar,
- intensification des efforts par l'administration en vue de trouver un compromis sur le programme énergétique et de réduire le déficit budgétaire américain.

La reprise du dollar a cependant été de courte durée. Les chiffres du commerce des Etats-Unis du mois de juillet, publiés le 29 août, ont fait apparaître un déficit de 2,99 milliards de dollars, soit presque le double du chiffre de juin et le quatrième, par ordre d'importance, des maxima enregistrés jusqu'à présent. C'est pourquoi le dollar s'est de nouveau infléchi pendant les derniers jours d'août, tout en demeurant sensiblement au-dessus des faibles niveaux notés au milieu du mois.

Sur l'ensemble des deux mois, la dépréciation nette du dollar a atteint 11,5% à Zurich, 7,1% à Tokyo, 4,25% à Francfort et 4,25% à Londres.

L'évolution divergente des marchés décrite ci-dessus a entraîné des tensions entre les monnaies du "serpent". Au cours des deux mois, le deutsche mark est demeuré en haut de la bande. Au début de juillet, les couronnes danoise et norvégienne ne se situaient que légèrement en-dessous de ce dernier, tandis que le florin se tenait vers le milieu de la bande. Le franc belge a été au plancher et a dû être soutenu au moyen d'importantes ventes de deutsche

marks. Au fil des semaines, les trois monnaies occupant une position moyenne se sont rapprochées du bas de la bande. A partir de la mi-août, elles se sont regroupées au plancher avec le franc belge et ce dernier, ainsi que la couronne danoise, ont dû être soutenus à leur limite d'intervention à l'égard du deutsche mark.

L'évolution de la livre sterling par rapport au dollar a été généralement parallèle à celle des autres monnaies. De \$EU 1,8602 fin juin, son cours a marqué une pointe à \$EU 2,0030 le 15 août. A la fin de ce mois, il est revenu à \$EU 1,9425. La livre s'est légèrement raffermie par rapport aux autres grandes monnaies, à l'exception du franc suisse et du yen. L'indice de son taux de change effectif est monté de 61,5 à 62,4 (décembre 1971 = 100).

Le franc français a été très ferme en juillet, non seulement en raison de la faiblesse du dollar, mais également à cause des perspectives de rattachement au nouveau bloc monétaire proposé à Brême. La Banque de France a procédé à d'importants achats de dollars. La progression du franc a été moins prononcée au mois d'août, mais à la fin de la période considérée, il enregistrait une appréciation nette de 3,4% par rapport au dollar.

Le franc suisse a réalisé l'avance la plus importante de toutes les monnaies sous revue. Par rapport au dollar, il est passé de 1,8545 FS/1\$ à fin juin à un niveau record de 1,5460 à la mi-août. Au terme de la période, il a atteint 1,64, soit une appréciation de 13% en deux mois. Il s'est également sensiblement raffermi par rapport à d'autres monnaies fortes telles que le deutsche mark (8,2%) et le yen (4,8%).

La lire italienne a participé au mouvement général de hausse et s'est appréciée de 2,3% à l'égard du dollar, au cours des deux mois. Elle s'est néanmoins ressentie du mouvement considérable d'appréciation du yen, du franc suisse et des monnaies du "serpent". D'un autre côté, la Banca d'Italia a été l'une des banques centrales qui ont acheté les plus grosses quantités de dollars au cours de cette période.

La couronne suédoise s'est lentement raffermie par rapport au dollar en juillet et a enregistré une progression plus rapide en août, comme la plupart des autres monnaies. L'appréciation nette de la couronne suédoise contre dollar s'est élevée à 3,1% au cours des deux mois.

Comme mentionné précédemment, le yen japonais a fait l'objet de vives pressions à la hausse en juillet. Il a gagné 6,4% par rapport au dollar durant ce mois, en dépit d'interventions massives de la Banque du Japon. L'appréciation a été plus lente au début du mois d'août; après avoir atteint un niveau record de Y 181,60 au milieu de ce mois, le cours du dollar est revenu à Y 189,75 à la fin de cette période. L'appréciation nette du yen par rapport au dollar pour les mois de juillet et d'août s'est élevée à 7,8%.

Le dollar canadien a été la seule monnaie sous revue à enregistrer une baisse nette par rapport au dollar EU (2,4%). La Banque du Canada est intervenue en procédant à des ventes importantes de dollars EU et a relevé son taux d'escompte de $8\frac{1}{2}$ à 9% dans le cadre de ses efforts pour ralentir la chute du dollar canadien.

II. LES INTERVENTIONS EN DOLLARS EU

Les interventions en dollars par les pays participant à la concertation ont été plus importantes qu'au cours des deux mois précédents. Les achats, en augmentation sensible, se sont élevés à 11,9 milliards de dollars et se sont concentrés davantage sur le mois de juillet (7 milliards) que sur le mois d'août (4,9 milliards). Les ventes ont atteint 5,8 milliards de dollars. Le solde net de 6,1 milliards de dollars représente l'achat net le plus important depuis mars 1978.

Ce sont la Banque du Japon et la Banca d'Italia qui viennent largement en tête des acquéreurs de dollars, bien que le montant total des achats effectués par la Banque de France ait été également élevé.

La Deutsche Bundesbank et la Banque Nationale Suisse ont effectué des achats notables, mais ceux-ci ont été compensés en totalité, voire au-delà par des ventes de dollars résultant de la conversion d'emprunts extérieurs en leur monnaie nationale. En effet, les opérations de la Bundesbank se soldent par un faible achat net, tandis que celles de la Banque Nationale Suisse se traduisent même par une vente globale nette assez élevée.

La Banque du Canada a été un important vendeur net de dollars EU. Des ventes nettes de dollars se dégagent également des interventions de la Norges Bank et de la Nederlandsche Bank, mais pour des montants peu élevés. La Bank of England est intervenue activement dans les deux sens, ce qui s'est traduit par un important achat net en juillet, alors qu'au mois d'août, ses opérations se sont pratiquement équilibrées. La Sveriges Riksbank est intervenue modérément, enregistrant de légers achats nets au cours de la période considérée.

III. LES INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Début juillet, le franc belge a fait l'objet d'un soutien aux cours limites d'intervention au moyen d'importantes ventes de deutsche marks, qui se sont élevées à l'équivalent d'environ 470 millions de dollars. De nouvelles interventions s'élevant à l'équivalent de plus de 550 millions de dollars ont été nécessaires en août. Le montant requis dans ce dernier cas a été financé en majeure partie par l'intermédiaire du FECOM.

La couronne danoise a également fait l'objet d'un soutien en août par des ventes, moins importantes, de deutsche marks, équivalant à \$280 millions; le montant requis n'a été que partiellement financé par l'intermédiaire du Fonds.

La Banque de France a vendu un volume modeste de deutsche marks en août, dans le cadre de ses interventions globales visant à modérer les fluctuations du franc français.

La Federal Reserve Bank, quant à elle, a cédé des quantités importantes de deutsche marks et un volume plus réduit de francs suisses. Ces interventions se sont élevées au total à l'équivalent de 750 millions de dollars.

* * *

Les marchés des changes ont été en général plus calmes durant les tout premiers jours de septembre.

Au début du mois, le dollar s'est un peu affaibli, mais il n'a pas subi de véritable pression. Le jeudi 7 septembre, le dollar est remonté suite à l'annonce faite par le Secrétaire au Trésor des Etats-Unis que de nouvelles mesures de soutien étaient envisagées. Par comparaison aux positions à fin août, il termine en légère avance sur presque toutes les places.

Parmi les monnaies du "serpent", le deutsche mark est resté au sommet de la bande, les quatre autres monnaies se groupant à proximité du plancher. Le franc belge et la couronne danoise ont dû, l'un et l'autre, être soutenus au cours limite à l'égard du deutsche mark. Les interventions ont représenté au total l'équivalent d'un peu plus de 90 millions de dollars dont un tiers seulement a fait l'objet d'un financement via le FECOM. Une légère amélioration ultérieure a permis à la Danmarks Nationalbank de racheter des deutsche marks pour un montant peu élevé. Au cours de la période considérée, les monnaies du "serpent" ont subi une légère dépréciation nette contre dollar, à l'exception de la couronne danoise, qui s'est au contraire quelque peu appréciée.

Le franc suisse a été la seule autre monnaie sous revue à enregistrer une hausse sensible (environ 1,5%) par rapport au dollar. La Banque Nationale Suisse est intervenue en se portant régulièrement acheteur de dollars.

La livre sterling s'est tout d'abord affaiblie en raison de l'incertitude qui entourait la date des prochaines élections générales au Royaume-Uni mais elle s'est raffermie après l'annonce inattendue que ces élections n'auraient pas lieu en 1978. Pendant la période considérée, la livre sterling n'a pas enregistré de variation nette par rapport au dollar, mais l'indice de son taux de change pondéré s'est légèrement relevé.

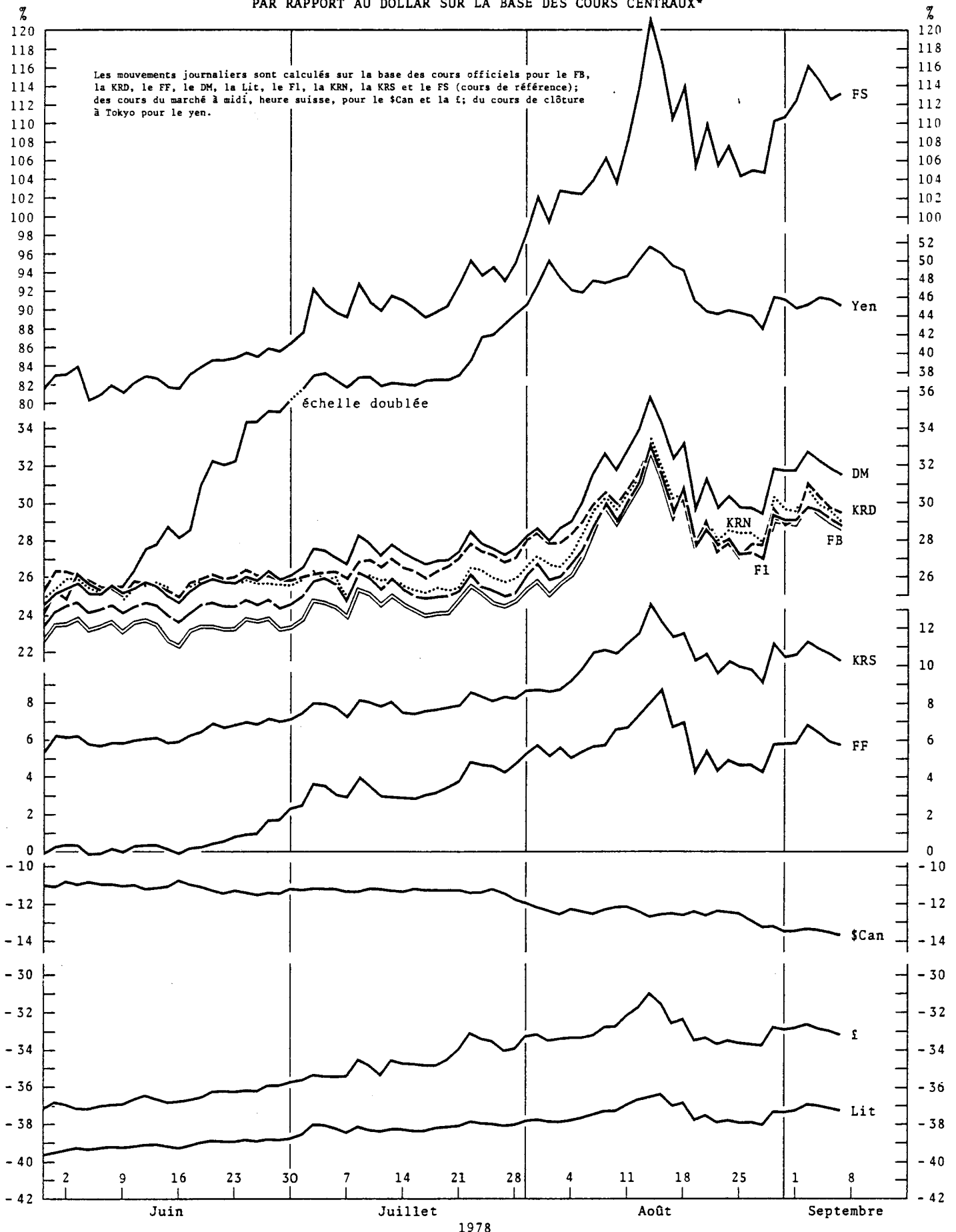
La Bank of England et la Sveriges Riksbank ont été acheteuses nettes de dollars, pour un faible montant.

La Banca d'Italia a été l'acheteuse nette de dollars la plus importante, tandis que la lire termine inchangée en termes de dollar et en progrès vis-à-vis de toutes les autres monnaies, franc suisse excepté.

La Banque du Japon et la Banque de France ne sont pas intervenues au début de septembre.

Des pressions se sont maintenues sur le dollar canadien et son cours a continué de baisser malgré les ventes substantielles de dollars EU auxquelles a procédé la Banque du Canada.

EVOLUTION DES MONNAIES DES BANQUES CENTRALES
PARTICIPANT A LA CONCERTATION
PAR RAPPORT AU DOLLAR SUR LA BASE DES COURS CENTRAUX*



* Effectifs, 1 dollar EU =
FB 40,3344; FF 4,60414; F1 2,78118.

* Théoriques, 1 dollar EU =
KRD 7,10121; DM 2,6167; Lit 523,35;
Yen 277,20; KRN 6,78666; KRS 4,90;
FS 3,456. £1 = \$2,8952.

7 septembre 1978

Pour le dollar canadien, cours d'ouverture du marché au 19 mars 1973: 1\$Can = \$EU 1,003.

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DU "SERPENT" (calculés sur la base des cours officiels)

